

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15520061150958

UDC_____

厦门大学

硕士学位论文

EVA 估价法和相对估价法在公司
估值中的应用研究

Research on the Application of EVA Method and Relative
Valuation on Companies

李海明

指导教师姓名: 纪益成 教授

专业名称: 资产评估

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

随着社会主义市场经济的快速发展,我国资本市场,尤其是股票市场得到了长足的发展和进步,但离成熟市场还有很大的距离,广大投资者和交易有关各方对股票投资价值、上市公司的价值不甚了解,也普遍缺乏对想要投资的股票和公司进行估值和评判技能。同时,在对上市公司估值的方法使用上也存在一些问题,如何才能科学、合理对上市公司的价值进行估值一直是证券界长期探索的重要课题,也成为投资者和交易有关各方最为关心的问题。本文就 EVA 估价法和相对估价法在上市公司估值应用有关问题进行探讨。

EVA (Economic Value Added, 译为“经济增加值”,简称 EVA)是 20 世纪 80 年代初美国一家咨询公司 Stern Stewart 针对传统会计利润的缺陷而提出的一种企业经营业绩评价的新方法。EVA 不仅是近年来在国外比较流行的用于评价企业经营管理状况和管理水平的重要指标,而且已经被引入价值评估领域,用于评估企业价值。EVA 估价法的基本原理是,将一个经济实体未来每年所创造的利润扣除其投入资本成本后所得到的结果进行贴现加总,再加上期初投入资本,即可得到该经济实体的价值。有些文献认为它是收益法的派生估价方法。

相对估价法从价值驱动因素对公司未来获利能力(未来股权价值增长的能力)的反映程度出发,间接评估企业的价值。根据著名投资银行摩根斯坦利添惠 1999 年的报告,成熟市场上证券分析师最常使用的估值方法是相对估价法(超过 50%的使用率)。相对估价法主要包含市盈率、市净率、市售率等几种比率。有些文献认为它是市场比较法在公司股票估值上的应用。

随着国外的诸多估价理论和方法逐渐引入国内并流行于我国的上市公司估值实践中,我国投资者对于如何应用这些方法却并不是很了解。本文着眼于实际投资实践应用,同时应用目前理论界比较流行的 EVA 估价法和相对估价法,分别对我国 A 股上市的贵州茅台酒公司的内在价值和相对价值进行估值,并对这两种方法的结果进行比较,分析在这个过程中各自的特性和适用范围,以及可应用性。

关键词: EVA; 相对估价法; 公司估值

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

Following the fast development of socialist market economy, our capital market (especially stock market) got a great development and progress. But there is a great distance from maturity. The investors and traders have not well understood the philosophy of investment and the value of the listed companies, and they do not have the skill to assess and evaluate the stocks and companies which they want to invest. At the same time, they have some problems on using the valuation methods. So how to value the listed company reasonably and properly has being an important topic in the securities industry all along. And it's also being a most concerned problem for investors and traders. This article will discuss problems about the usage of EVA Method and Relative Valuation on listed companies.

EVA(Economic Value Added, EVA for short) is a new method to value the enterprise performance, which was invented by a consulting company called Stern Stewart from America, to avoid the disadvantage of the traditional accounting profits. EVA is an important and popular indicator in foreign countries to value the situation of enterprise management and management level. In the recent years, EVA is being introduced to the appraisal area, used in the business valuation. The basic principle of EVA method is: deducting the cost of the invested capital from the earnings of the economic entity every year in the future, we get every year's EVA; then adding up the discounted value of the EVAs to the invested capital at the beginning, we get the value of the economic entity. Some literature suggests that EVA is a derivation method of income method.

Relative Valuation starts from the degree of reflection of the future profitability or, the ability of the growth of equity value of the company. According to the report from famous investment bank Morgan Stanley Dean Witter, 1999, the most popular valuation method used by the security analysts in the mature markets is Relative Valuation (over 50%). Ratios in Relative Valuation include P/E ratio, P/B ratio, P/S ratio and so on. Some literatures believe Relative Valuation is a practice of market

厦门大学博硕士论文摘要库

method on the valuation of listed companies.

In the wake of the introduction of many valuation theories and methodologies into our valuation performance, and being popular, the investors do not understand well how to use these methods. This paper is going to focus on practical application of the popular methods: EVA Method (immanent value) and Relative Valuation (relative value). It tries to make an empirical comparison between the two methods through the process of the business valuation of internal value and relative value of Guizhou Moutai, listed in Shanghai. In the procedure, I will compare the two results and analyze each the character, scope, and further the applicability of the valuation conclusion.

Key Words: EVA; Relative Valuation; Business Valuation

厦门大学博硕士论文摘要库

目录

第 1 章 绪论	1
1.1 选题背景	1
1.2 国内外文献综述	2
1.2.1 关于 EVA 研究的有关文献	2
1.2.2 关于相对估价法研究的文献	4
1.3 论文的研究框架、创新与不足	6
1.3.1 研究框架	6
1.3.2 创新与不足	8
第 2 章 公司估价理论基础	9
2.1 成本法	9
2.2 市场法	10
2.3 收益法	11
2.4 期权估价法（或有要求权估价法）	12
第 3 章 EVA 估价法和相对估价法	15
3.1 EVA 机理分析	15
3.1.1 EVA 概述	15
3.1.2 EVA 估价法原理及基本模型	16
3.1.3 EVA 估价法的特点及应用	18
3.2 相对估价法机理分析	19
3.2.1 相对估价法概述	19
3.2.2 相对估价法的原理及基本模型	20
3.2.3 相对估价法常用的比值（估值乘数）	21
3.2.4 相对估价法中可比对象的选择	25
3.2.5 相对估价法的特点及其应用	26
3.3 两种估值方法存在的一些差异分析	28
3.3.1 估值方法的原理不完全相同	28

厦门大学博硕士论文摘要库

3.3.2 对应的价值内涵不完全相同.....	28
3.3.3 应用策略有所不同.....	28
第 4 章 EVA 估价法和相对估价法的估值应用案例分析	30
4.1 案例的选取.....	30
4.2 数据准备	31
4.3 采用 EVA 估价法对贵州茅台的估值.....	31
4.3.1 贵州茅台 WACC 的计算（计算表见附件）	31
4.3.2 贵州茅台过去五年 EVA 的计算	33
4.3.3 贵州茅台未来的 EVA 值预测.....	34
4.3.4 贵州茅台 EVA 估价法的估值结果.....	38
4.4 采用相对估价法对贵州茅台的估值	39
4.4.1 贵州茅台同业比较.....	39
4.4.2 贵州茅台 PEG 模型判断.....	40
4.4.3 贵州茅台相对估价法的估值结果.....	41
4.5 两种估价方法的估值结果比较分析	41
第 5 章 结论及启示	43
5.1 结论描述	43
5.2 启示	44
5.3 局限性.....	44
5.3.1 EVA 估价法的局限性.....	44
5.3.2 相对估价法的局限性	45
5.4 展望	45
参考文献	47
附录.....	49
致谢.....	50

厦门大学博硕士论文摘要库

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Background	1
1.2 Literature Research	2
1.2.1 Literature About EVA	2
1.2.2 Literature About Relative Valuation	4
1.3 Framework, Innovations and Insufficiencies of This Paper	6
1.3.1 Framework	6
1.3.2 Innovations and Insufficiencies	8
Chapter 2 The Basic Theories of Business Valuation	9
2.1 Cost Approach	9
2.2 Multiples	10
2.3 Income Approach	11
2.4 Real Option Method	12
Chapter 3 EVA Method and Relative Valuation	15
3.1 Principle of EVA	15
3.1.1 Introduction of EVA	15
3.1.2 Basic Theory and Model of EVA Method	16
3.1.3 Characteristics and Application of EVA Method	18
3.2 Principle of Relative Valuation	19
3.2.1 Introduction of Relative Valuation	19
3.2.2 Basic Theory and Model of Relative Valuation	20
3.2.3 Common Multiples	21
3.2.4 Selection of Comparable Companies	25
3.2.5 Characteristics and Application of Relative Valuation	26
3.3 Principal Difference Between EVA Method and Relative Valuation	28
3.3.1 Difference About Principle of the Two Methods	28
3.3.2 Difference About Nature of the Value	28

厦门大学博硕士论文摘要库

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库